

正月中冲高回落 关键支撑位成核心

作者：金融衍生品组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/ liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年2月28日星期日

摘要：

正月里春节前后经济基本面变动不大，当前宏观经济整体仍处于库存周期的主动加库存阶段、投资时钟的繁荣阶段之中，持续复苏的态势不变，预计该趋势能够延续至年中。我们认为，短期市场连续下探至后，有一定的企稳需求，关注K线上行轨道3480点附近的支撑，短线反弹的可能性正在上升。反之如果跌穿该位置，则下行至3200点强支撑位寻求支撑的可能性大增。上方压力则仍位于3731点的阶段性高位附近。同时我们暂时仍认为中长期走势为震荡上行。基于未来中长期市场仍将震荡上行的判断，我们认为单边策略上继续做多为主的思路，在指数已经跌至关键支撑为的情况下，一有企稳迹象可积极做多。现货层面仍以此前的在周期股和消费股之间转换操作为主，科技股则坚定长期持有信心。暂时调低总仓位区间至50%至70%。期货做多操作中，重点尝试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。IH/IC价差仍在上行趋势中，且波动开始放大，可更加灵活的采用做多IH做空IC博取跨品种套利的交易性机会。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

目 录

观点概述:	3
第一部分 股指现货和期货市场回顾	4
一、 股票现货市场总体情况	4
二、 股指期货行情分析	8
第二部分 基本面分析	15
一、 基本面方向偏利好 关注边际增速	16
二、 货币政策继续观望 资金博弈继续	19
三、 宏观资金边际好转 关注场外资金入场步伐	20
四、 估值中枢放慢上行 消费行业明显回落	22
第三部分 行情研判和未来展望	23
一、 针对上证综指的市场总体技术分析	24
二、 上证 50、沪深 300 和中证 500 指数技术与操作建议	25

观点概述:

2月市场整体再度呈现冲高回落走势,经济数据真空和增长斜率可能放慢,都令基本面的利好作用下降。行业逻辑有所变动,前期基金“抱团”行业出现巨大调整,但多数周期行业仍走升,经济周期逻辑暂不变。而海外市场总体上涨也有助于内盘表现。期货市场整体成交回落,持仓量变动不一。市场出现一定调整后,套保需求正在上升。贴水幅度没有进一步扩大,年后阶段市场调整过程中贴水反而收窄,但市场情绪改善并不明显。套利机会主要集中在空现多期或空近多远。跨品种套利可暂时以多IH空IC为主。

当前宏观经济整体仍处于库存周期的主动加库存阶段、投资时钟的繁荣阶段之中,持续复苏的态势不变,预计该趋势能够延续至年中。需求端来看,制造业投资对总体投资贡献最大,并且在外需有韧性的情况下仍能够维持。房地产投资暂时有韧性,尤其是销售方面,后期仍需关注行业紧平衡状况。基建投资表现可能不如去年。消费需求未来主要依靠春节期间表现较好的服务消费。外需的韧性则在海外疫情明显缓解前能够维持。通胀虽然将会回升,但不至于影响货币政策,且有利于企业部门利润的修复。货币政策维持观望,但信用收缩已成定局,流动性对经济的支持将逐步回落。需要注意的是,2月开始因去年同期较低基数影响,各项经济指标的同比增速将会明显上升而失真,未来应更多关注环比增速和季节性表现。年中前后仍是经济潜在转向的节点,预计股指将会提前反应经济回落的预期,拐点或在二季度出现。此前资金收紧、利率抬升情况2月开始缓解,对期指利空影响下降。场外资金仍有一定入市意愿,但杠杆交易减少,市场分歧开始扩大。月末调整之后场外资金或将放慢入市脚步。估值角度看,前期消费股估值已经偏高,上行步伐放慢以及阶段性调整符合预期。而在经济继续上行的当前阶段,周期股估值仍有修复的可能性,并带动IH和IF有更佳表现。

我们认为,短期市场连续下探至后,有一定的企稳需求,关注K线上行轨道3480点附近的支撑,短线反弹的可能性正在上升。反之如果跌穿该位置,则下行至3200点强支撑位寻求支撑的可能性大增。上方压力则仍位于3731点的阶段性高位附近。同时我们暂时仍认为中长期走势为震荡上行。基于未来中长期市场仍将震荡上行的判断,我们认为单边策略上继续做多为主的思路,在指数已经跌至关键支撑为的情况下,一有企稳迹象可积极做多。现货层面仍以此前的在周期股和消费股之间转换操作为主,科技股则坚定长期持有信心。暂时调低总仓位区间至50%至70%。期货做多操作中,重点尝试远端尤其是隔季合约,博取基差收益。IH/IC价差仍在上行趋势中,且波动开始放大,可更加灵活的采用做多IH做空IC博取跨品种套利的交易性机会。

第一部分 股指现货和期货市场回顾¹

2月市场整体再度呈现冲高回落走势，经济数据真空和增长斜率可能放慢，都令基本面的利好作用下降。行业逻辑有所变动，前期基金“抱团”行业出现巨大调整，但多数周期行业仍走升，经济周期逻辑暂不变。而海外市场总体上涨也有助于内盘表现。期货市场整体成交回落，持仓量变动不一。市场出现一定调整后，套保需求正在上升。贴水幅度没有进一步扩大，年后阶段市场调整过程中贴水反而收窄，但市场情绪改善并不明显。套利机会主要集中在空现多期或空近多远。跨品种套利可暂时以多IH空IC为主。

一、股票现货市场总体情况

2月市场整体再度呈现冲高回落走势，经济数据真空和增长斜率可能放慢，都令基本面的利好作用下降。行业逻辑有所变动，前期基金“抱团”行业出现巨大调整，但多数周期行业仍走升，经济周期逻辑暂不变。而海外市场总体上涨也有助于内盘表现。

（一）股票市场总体走势

2月市场再度呈现大幅冲高回落的走势。以上证指数情况来看，1月突破前高之后受到资金面短期影响而迅速下跌，于1月底至2月初形成阶段底部，随后震荡企稳并逐步上涨，临近春节前乐观情绪放大，指数开始加速上涨，并且再度刷新1月的阶段性高位。由于春节假期期间外盘总体呈现大幅上涨的走势，春节后首个交易日指数明显高开，但呈现冲高回落的走势。之后几个交易日一路震荡下行，最终跌至基数支撑位附近。基本面上看，由于2月统计局未公布新的经济数据，因此市场基本处于消息面的真空期，但从其他高频数据来看，经济增速上行的态势可能将进一步放缓。另外虽然央行再度边际收紧的政策已经在1月末结束，但是政策回归中性并没有明显偏宽松，春节前后流动性维持中性。此外，海外尤其是美国金融市场在2月下旬开始波动放大，美债利率大幅走升影响市场整体估值的进一步上行，外盘对内盘他的拖累明显增加。而香港调整印花税等事项，也曾造成明显的短期影响。

图 1 上证综指近期走势

¹ 数据引用日期截至 2021 年 2 月 26 日，除非特殊说明，下同。

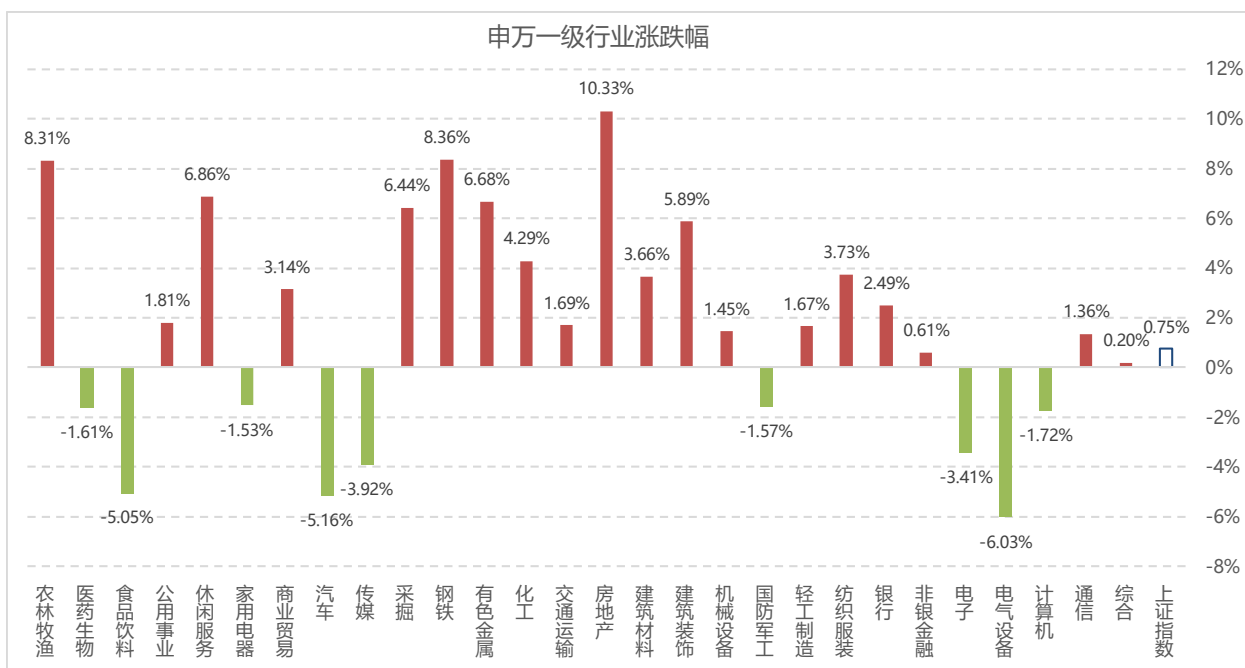


数据来源：文华财经、方正中期研究院

（二）主要指数分类回顾

分行业来看，28 个申万一级行业 2 月多数上涨。涨幅较大的行业是房地产、钢铁、农林牧渔、休闲服务、有色金属等，涨幅分别为 10.33%、8.36%、8.31%、6.86%、6.68%。电气设备、汽车、食品饮料、传媒、电子等行业跌幅较大，分别下跌 6.03%、5.16%、5.05%、3.92%、3.41%。行业逻辑上看，一个明显的变动就是前期基金“抱团”的行业如食品饮料中的白酒等出现巨大的调整，而成长股如电子、计算机等依然表现不佳，结合多数周期行业仍在走升的情况看，经济周期的逻辑依然明显。

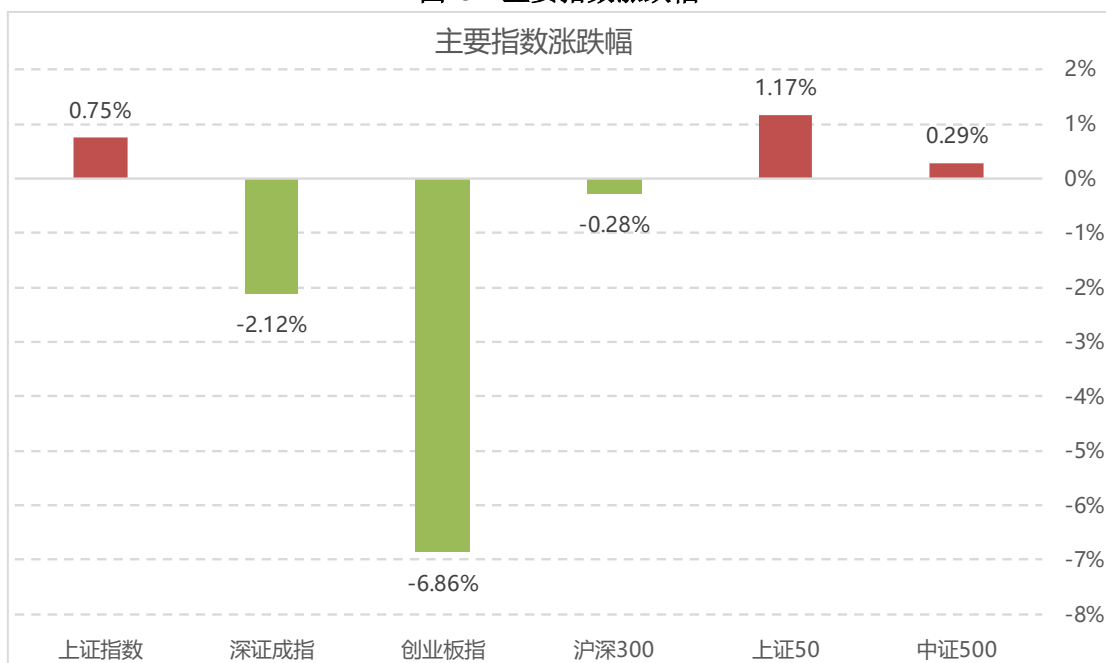
图 2 申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

周期股行业逻辑的延续，直接决定不同指数的表现差异。中盘股表现最差，并且拖累中证 500 指数，沪深 300 指数和上证 50 指数在周期股的带动下上涨。沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数 1 月涨幅分别为 3.18%、2.59%、0.74%。另外，中小创行业表现依然较好，概念股仍受市场追捧。

图 3 主要指数涨跌幅

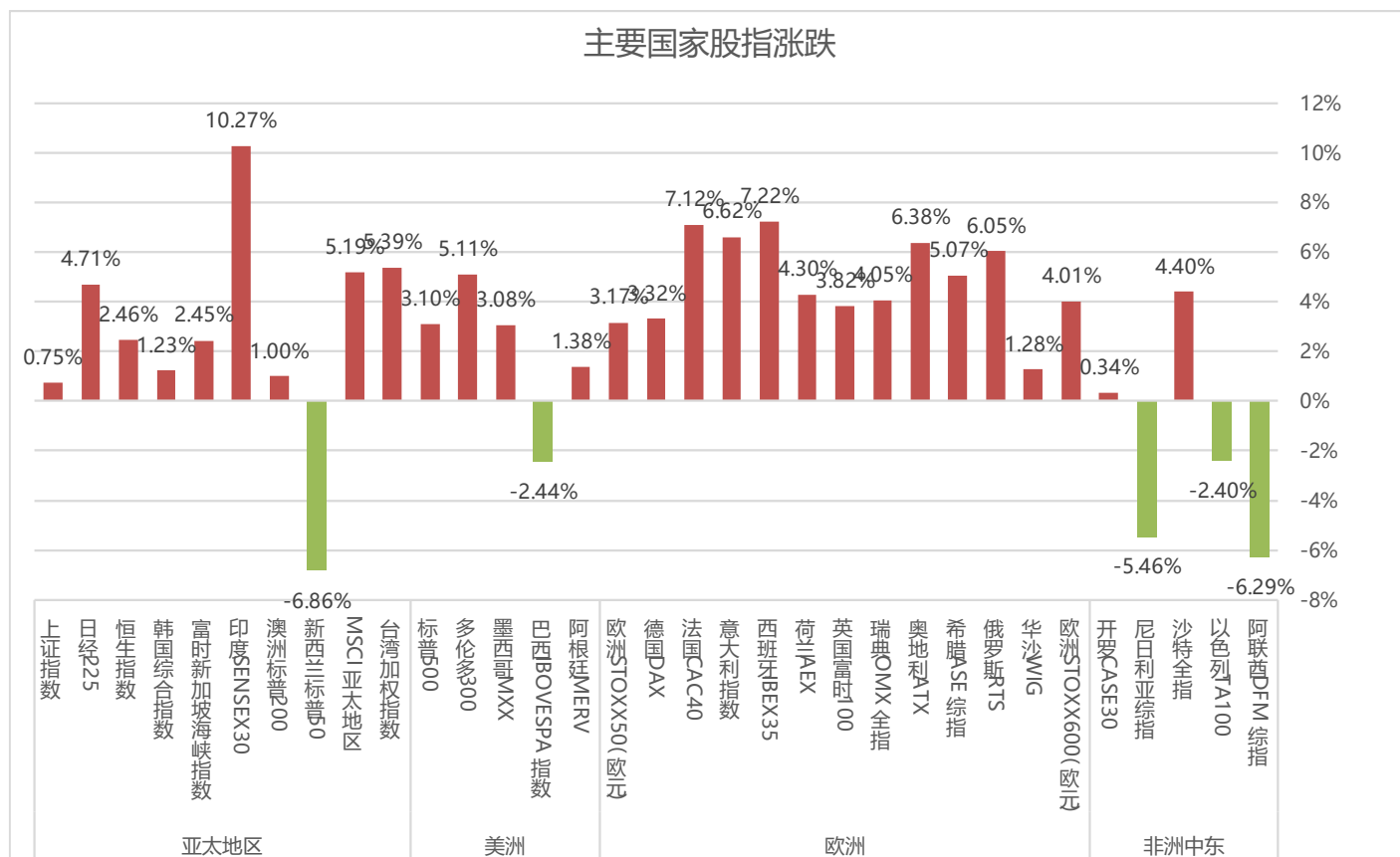


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）外围市场和相关资产走势

2 月全球市场多数继续上涨，尤其是美欧主要国家涨幅相对较大，美国标普 500 指数和欧洲斯托克 50 指数分别上涨 3.1%和 3.17%，德国、法国、意大利、英国的主要指数分别上涨 3.32%、7.12%、6.62%、3.82%，这和海外尤其是美欧国家的疫情好转有直接关系。东欧地区股市也有大幅回升。亚太地区市场也继续上行，日本、香港、韩国、新加坡市场分别上涨 4.71%、2.46%、1.23%和 2.45%，涨幅相对欧美表现较弱。股市下跌的国家主要集中在中东地区。总体上看，全球股指全面上涨，反映出疫情消退之后，市场对经济的信心有明显修复。

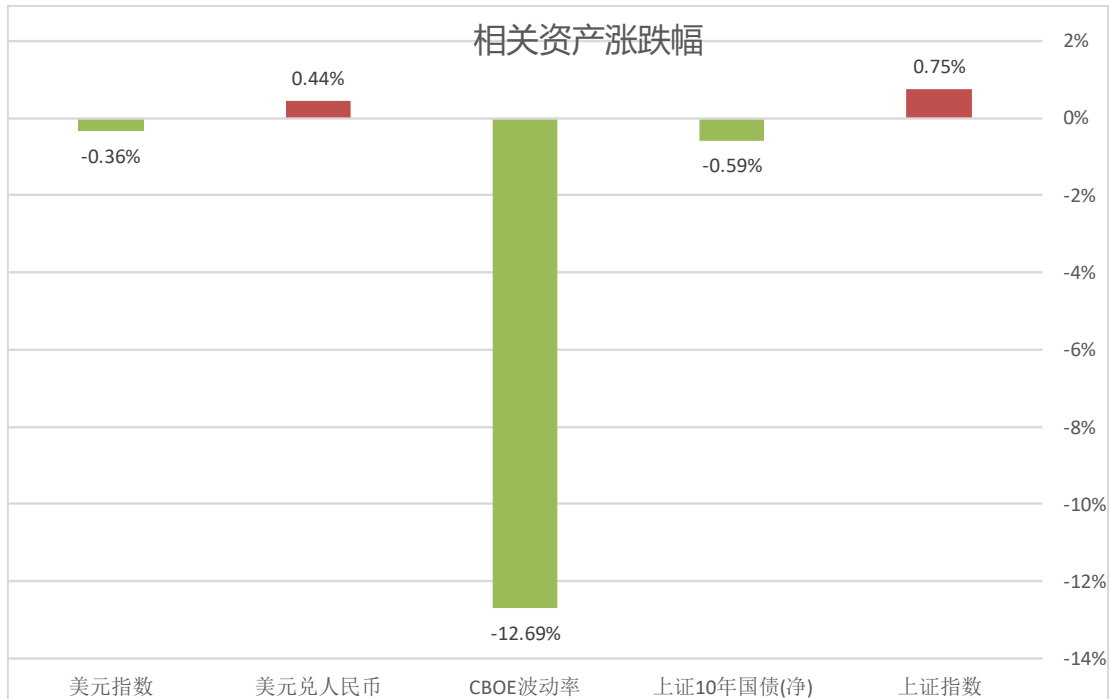
图 4 主要国家股指涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

其他相关资产价格方面，首先伴随美股走升的是 VIX 恐慌指数的回落。美元指数也有小幅走弱，且人民币也同时走低。另外国内债市依然表现不佳。总体上看，大类资产反映出的繁荣周期逻辑依然不变，但 2 月后期美债调整对风险资产的拖累需要注意。

图 5 其他主要大类资产涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

二、股指期货行情分析

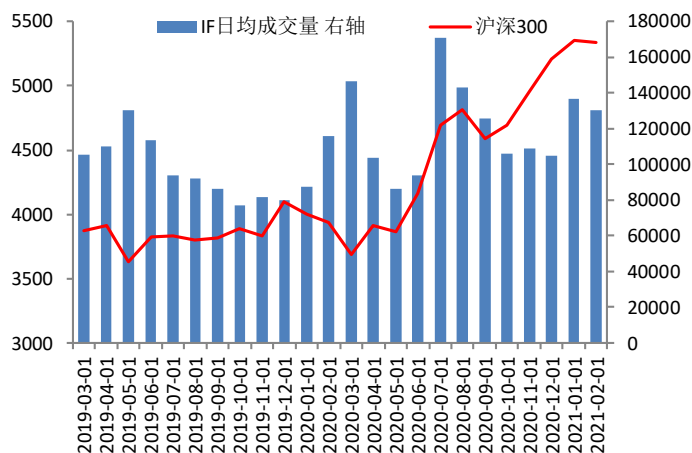
2月期货市场整体成交回落，持仓量变动不一。市场出现一定调整后，套保需求正在上升。贴水幅度没有进一步扩大，年后阶段市场调整过程中贴水反而收窄，但市场情绪改善并不明显。套利机会主要集中在空现多期或空近多远。跨品种套利可暂时以多IH空IC为主。

（一）股指期货交投分析

从2月情况看，IF、IH和IC合约日均成交量下降，前两者期末持仓量上升的但后者期末持仓量小幅下降。三个品种的成交持仓比较1月均有一定回落，但期限成交额比有所上升。IF和IH持仓市值比上升的同时IC持仓市值比下降。总体上看，除IH持仓增长相对较小以外，2月期货相对现货比1月更加活跃，可能是在市场出现调整后套保需求上升的一个佐证。此外，IF合约持仓量进一步接近2015年高位，虽然成交量较当时仍有差距。IH和IC合约持仓量则继续显著超过当时水平

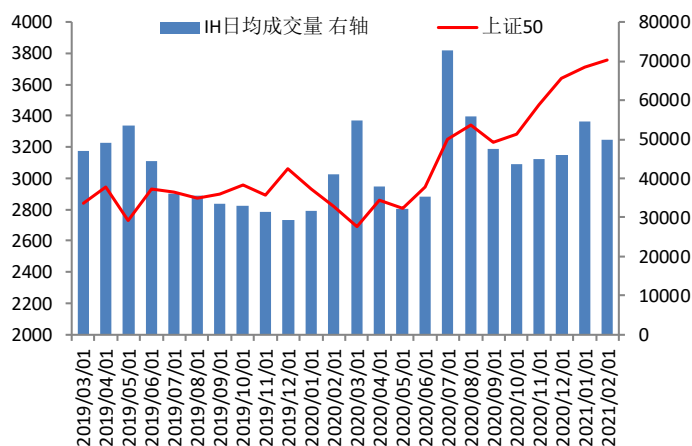
图 6 沪深 300 指数和 IF 合约成交量

图 7 IF 合约持仓量及其变动



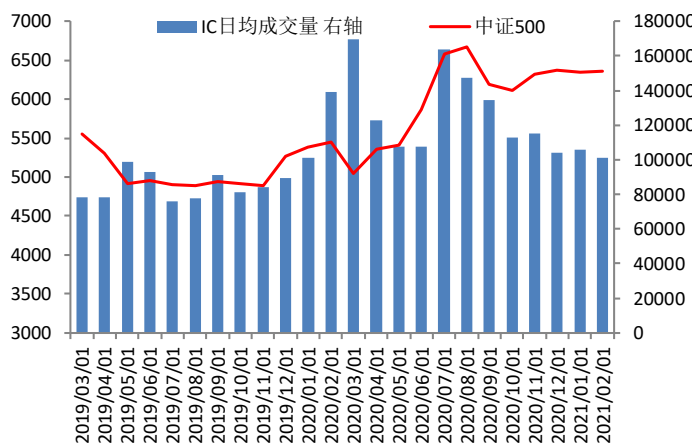
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 8 上证 50 指数和 IH 合约成交量



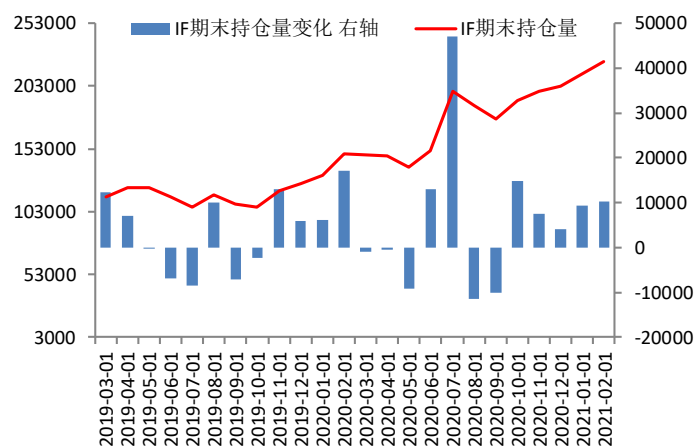
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 10 中证 500 指数和 IC 合约成交量



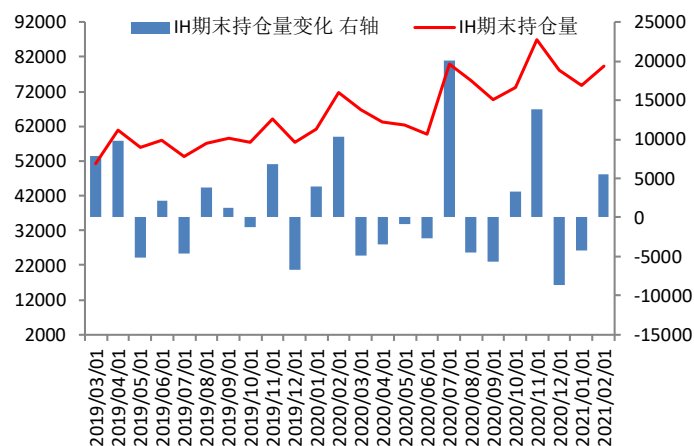
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 三大股指合约成交、持仓等数据



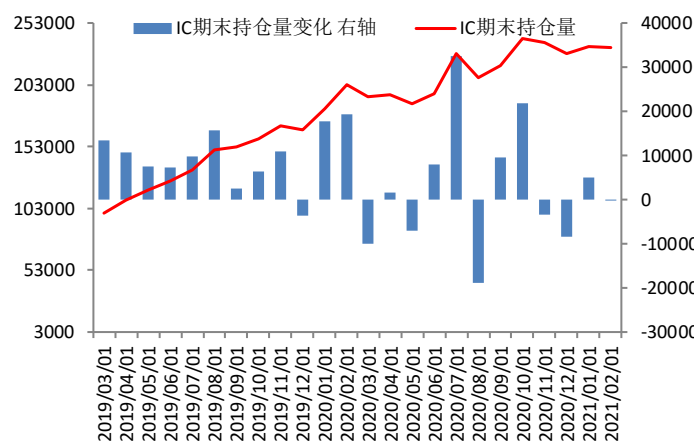
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 9 IH 合约持仓量及其变动



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 11 IC 合约持仓量及其变动



数据来源: Wind、方正中期研究院

		日均成交量 (手)	期末持仓量 (手)	持仓变化 (手)	成交量/持仓量 (%)	名义成交额 (亿元)	名义持仓额 (亿元)	成交额：期货/现货 (%)	期货持仓额/现货市值 (%)
IF	2021-02	130276	222598	10143	58.53%	34673	3534	54.94%	0.6930%
	2021-01	136395	212455	9231	64.20%	46952	3393	51.70%	0.6663%
IH	2021-02	49950	79365	5467	62.94%	9263	890	54.83%	0.4191%
	2021-01	54550	73898	-4291	73.82%	13048	822	53.17%	0.3926%
IC	2021-02	101270	233419	-248	43.39%	20716	2902	77.76%	2.5762%
	2021-01	105965	233667	5015	45.35%	28553	2902	73.09%	2.5908%

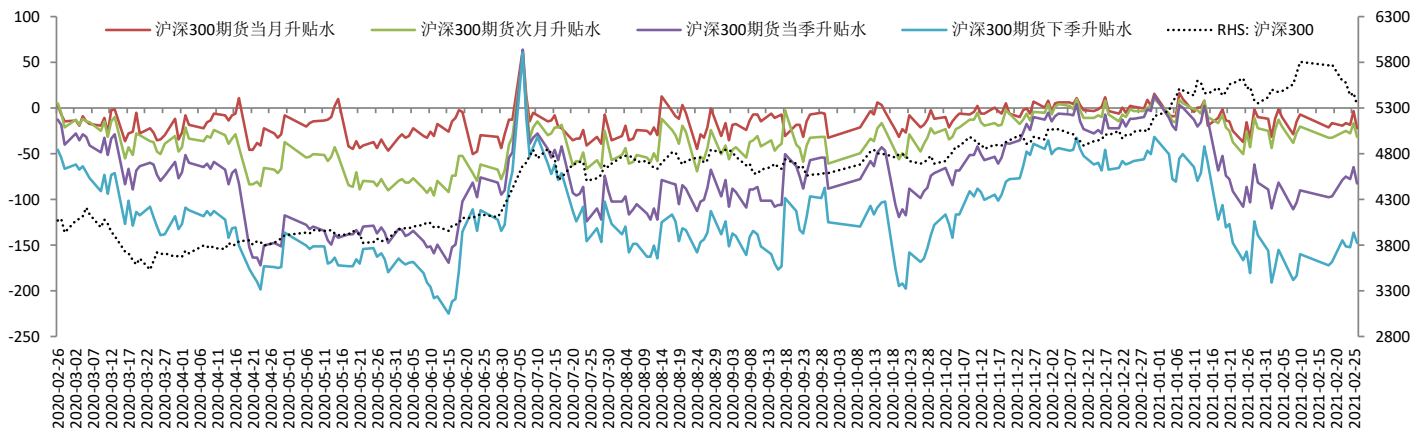
数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 股指期货基差分析

基差是期货最为重要的特征之一。对于股指期货而言，升贴水除了反应无风险收益率、市场整体盈利能力之外，部分层面上也反应了市场对于后市的预期，即所谓的价值基差。理论上，由于资金成本的存在，到期日越远的合约价格越高，到期日越近的合约价格相对较低。2015 年之后股指期货处在长时间的大额贴水状态运行，尤其是 IC 合约，IH 合约则在 2017 年和 2019 年曾短暂转为升水。此外，2020 年初和年底前后，IF 和 IH 均有一段时期升水，但后期重回贴水状态。这既有市场的悲观预期的原因，又有限制股指期货交易流动性匮乏的溢价，以及缺乏现货做空机制的因素。

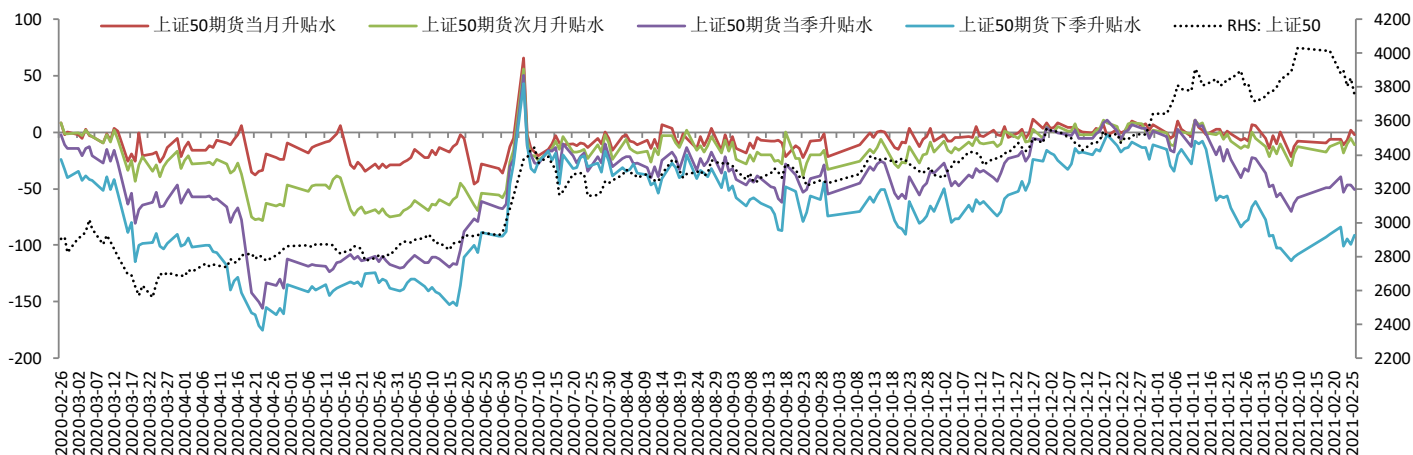
今年 1 月开始基差逐步上升，贴水开始走扩，远端年化贴水率中枢缓慢下移。资金面偏紧导致短端利率上升有一定影响。另外这一变动也反映市场对未来指数继续上涨缺乏信心。2 月后期大幅调整过程中贴水稍有收窄，但整体来看市场情绪改善不明显。截至 2 月 26 日，IF、IH 和 IC 隔季合约年化贴水率分别为 4.96%、4.38%、12.21%。

图 13 沪深 300 指数和期货合约升贴水



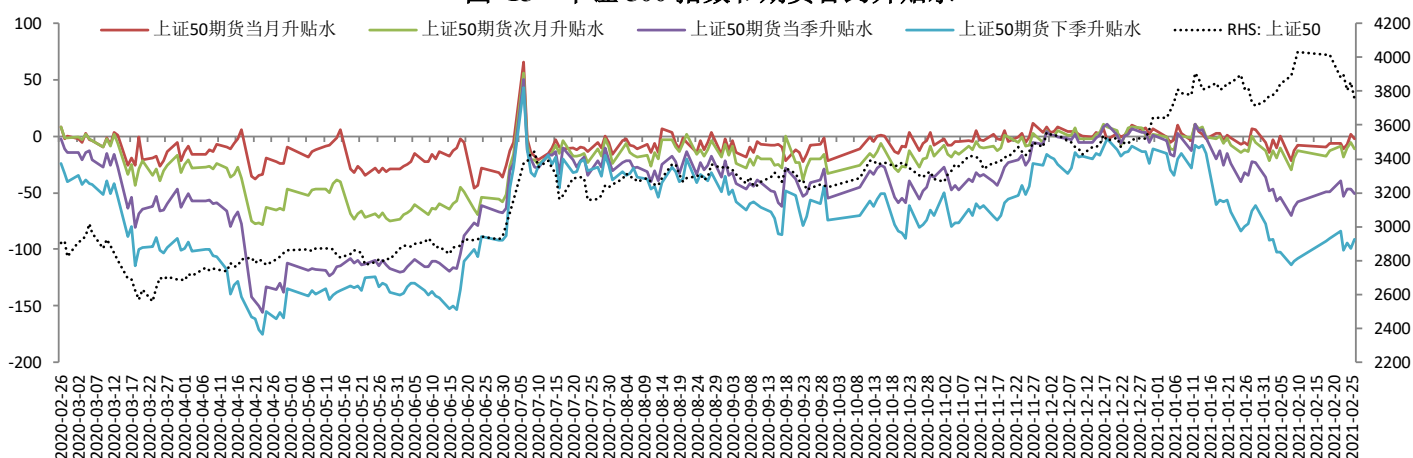
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 上证 50 指数和期货合约升贴水



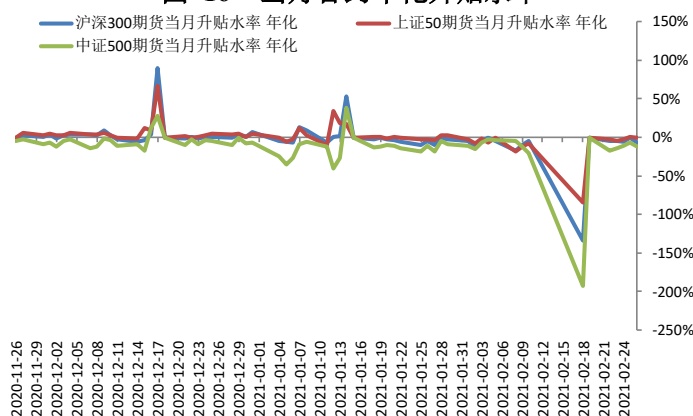
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 15 中证 500 指数和期货合约升贴水



数据来源: Wind、方正中期研究院

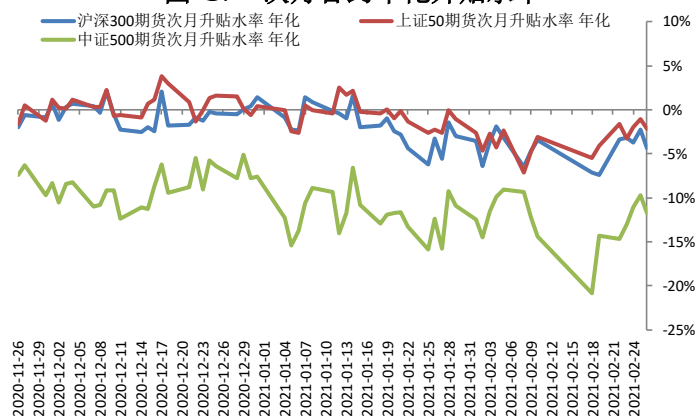
图 16 当月合约年化升贴水率



数据来源: Wind、方正中期研究院

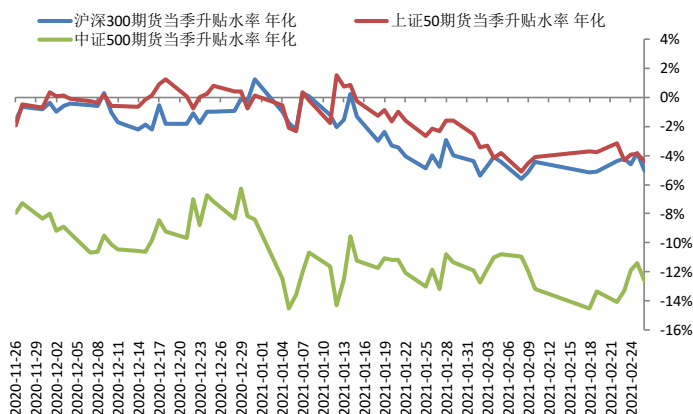
图 18 当季合约年化升贴水率

图 17 次月合约年化升贴水率

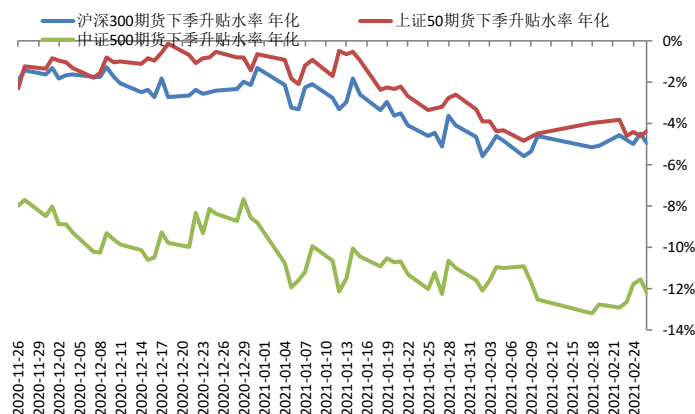


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 19 隔季合约年化升贴水率



数据来源：Wind、方正中期研究院

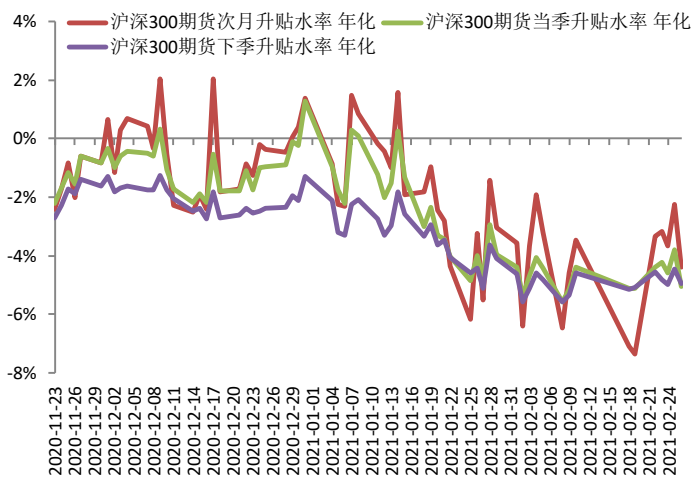


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）股指期货套利分析

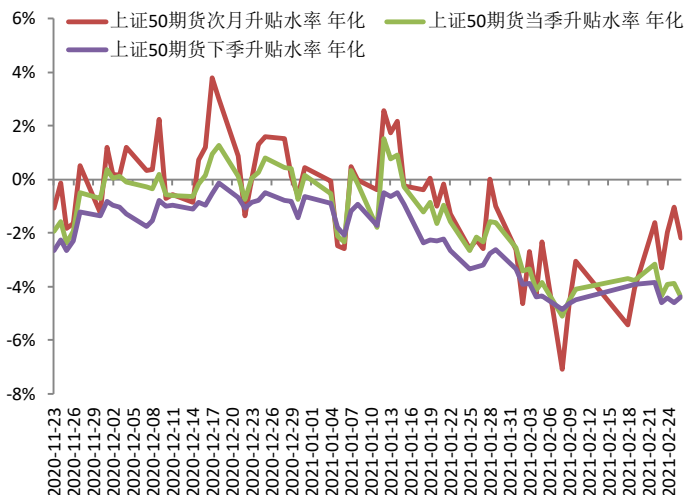
由于股指期货缺乏做空机制，大额的贴水套利机会往往难以实现。而股指期货的升水幅度又极为有限，没有超出无套利区间，所以期现套利在国内股指期货市场大多数情况下无法实现，在融券或能够做空 ETF 的情况下才能够实现。而 1 月开始在指数上行过程中，贴水幅度反而扩大，表明市场情绪并没有同步转向乐观。在当前 5% 左右的年化贴水率之下，如有适宜的成本做空现货，则可积极参与。

图 20 IF 合约年化升贴水率



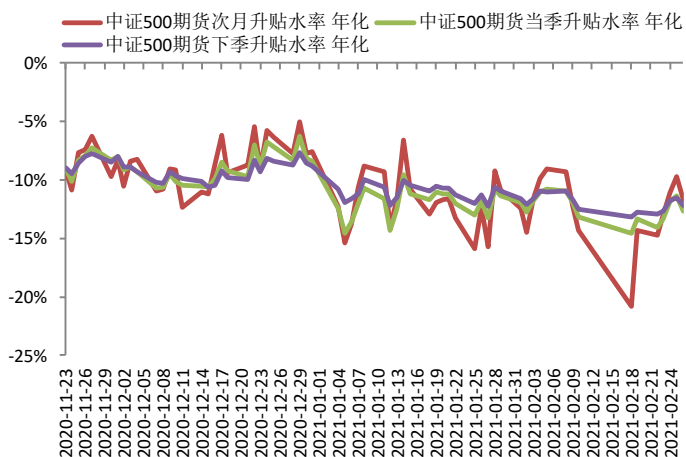
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 21 IH 合约年化升贴水率



数据来源：Wind、方正中期研究院

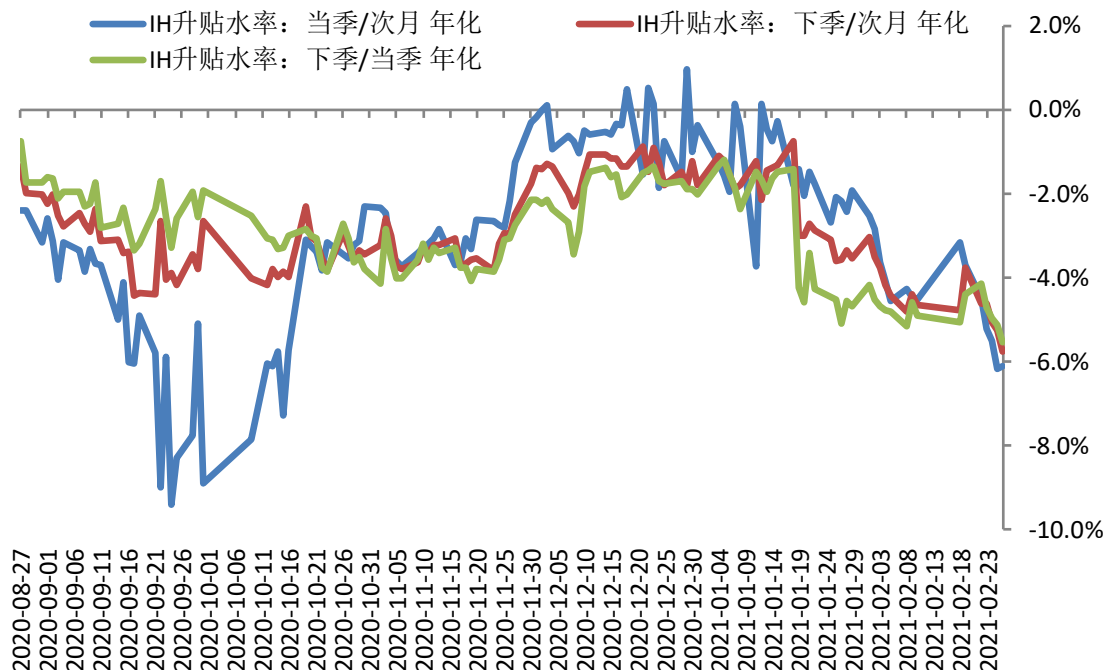
图 22 IC 合约年化升贴水率



数据来源：Wind、方正中期研究院

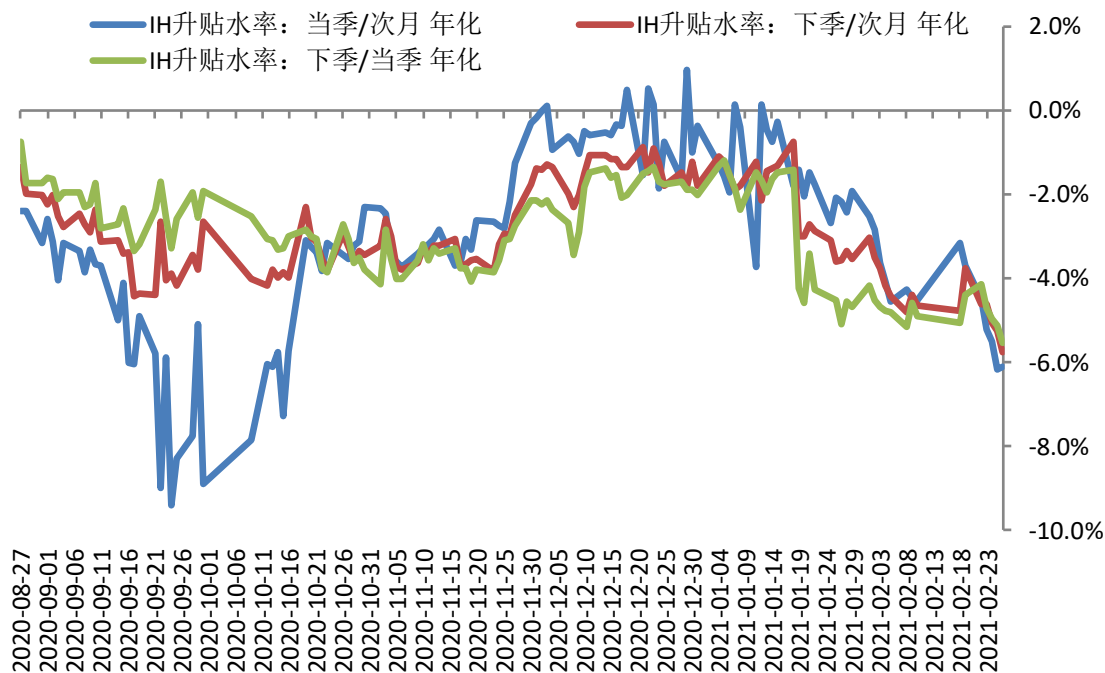
跨期套利方面，股指远期期限结构表现与期现价差类似，都从1月下半月开始出现回落。之前远端相对更弱的情况有所改变。部分隔季合约相对当季合约开始有升水出现，关注未来是否有套利空间。做空远期做多近期的跨期套利可积极参与。

图 23 IF 合约跨期价差



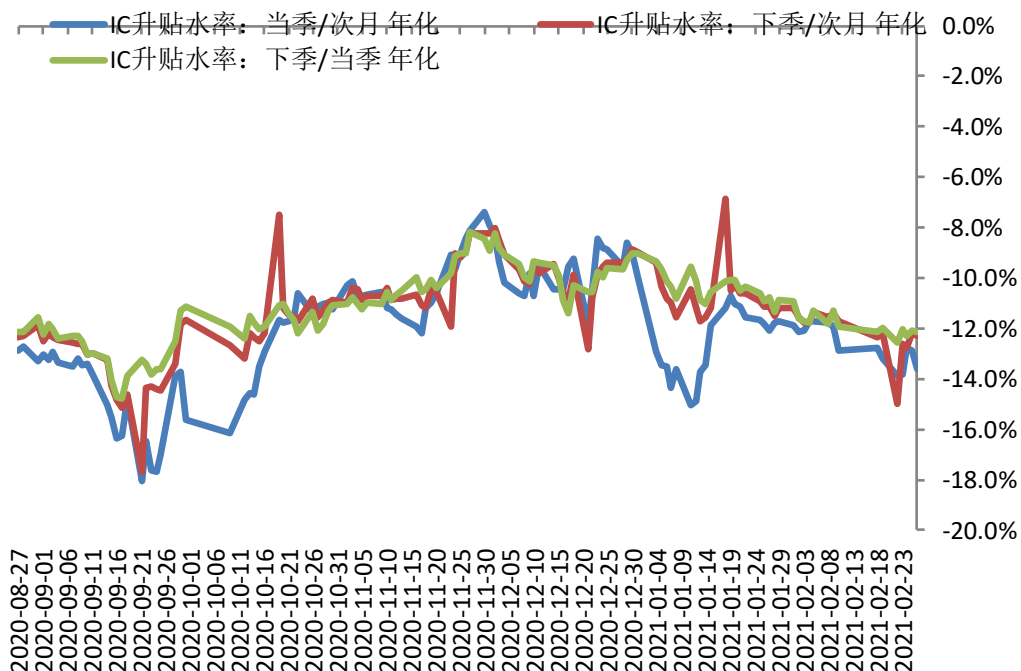
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 24 IH 合约跨期价差



数据来源：Wind、方正中期研究院

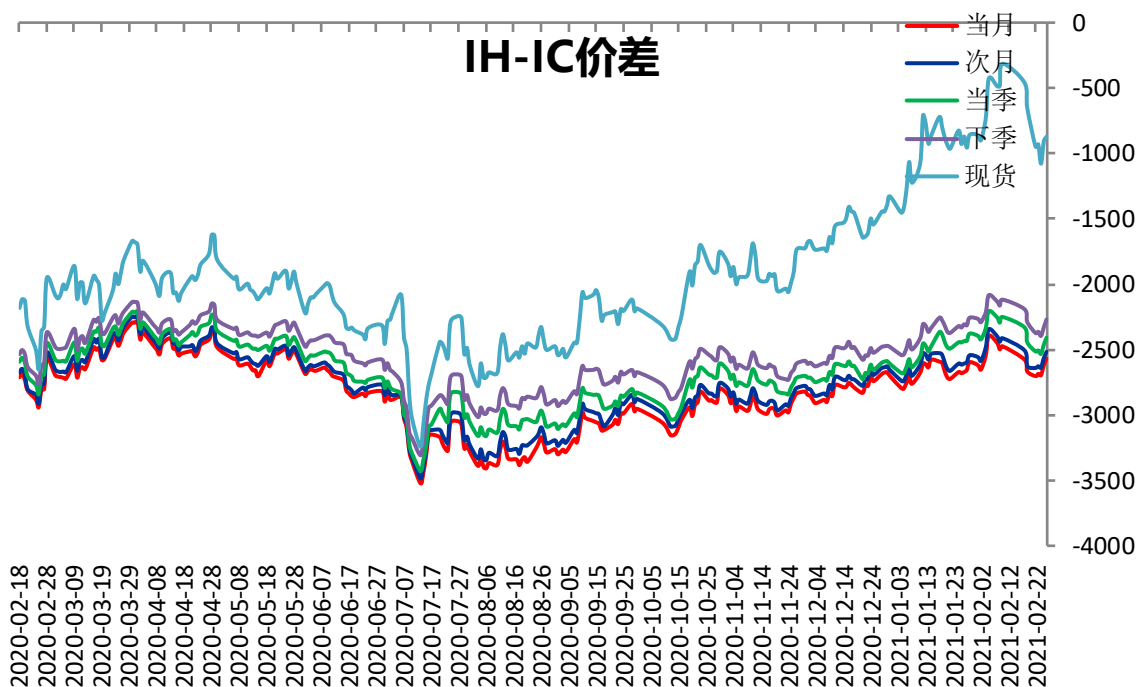
图 25 IC 合约跨期价差



数据来源：Wind、方正中期研究院

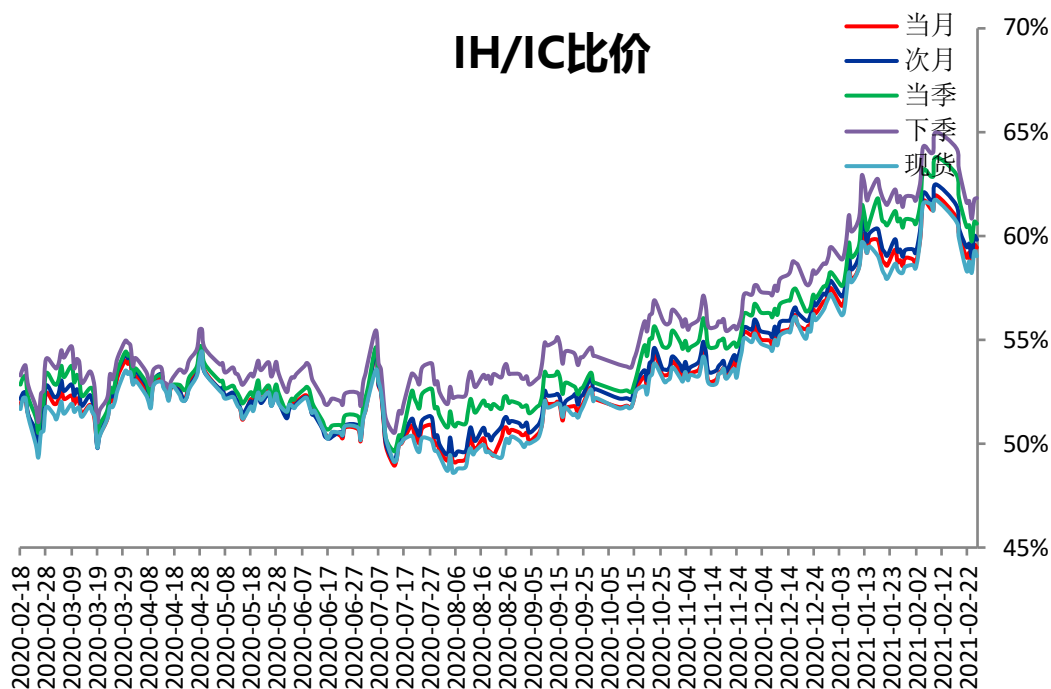
跨品种套利方面，2020 年下半年开始，随着周期股逻辑兴起，IH/IC 价差上行趋势持续。到目前位置，风险偏好对该价差影响减小，周期股逻辑仍指引该价差上行。短期来看 IH/IC 价差波动较大，可减少参与跨品种套利。而长期来看，IH/IC 价差重回下降通道的可能性仍较大，需等待周期和市场逻辑转变之后，再采取做多 IC 和做空 IH 的方式进行价差交易。

图 26 IH-IC 价差变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 27 IH/IC 比价变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 基本面分析

当前宏观经济整体仍处于库存周期的主动加库存阶段、投资时钟的繁荣阶段之中，持续复苏的态势不变，预计该趋势能够延续至年中。需求端来看，制造业投资对总体投资贡献最大，并且在外需有韧性的情况

下仍能维持。房地产投资暂时有韧性，尤其是销售方面，后期仍需关注行业紧平衡状况。基建投资表现可能不如去年。消费需求未来主要依靠春节期间表现较好的服务消费。外需的韧性则在海外疫情明显缓解前能够维持。通胀虽然将会回升，但不至于影响货币政策，且有利于企业部门利润的修复。货币政策维持观望，但信用收缩已成定局，流动性对经济的支持将逐步回落。需要注意的是，2月开始因去年同期较低基数影响，各项经济指标的同比增速将会明显上升而失真，未来应更多关注环比增速和季节性表现。年中前后仍是经济潜在转向的节点，预计股指将会提前反应经济回落的预期，拐点或在二季度出现。此前资金收紧、利率抬升情况2月开始缓解，对期指利空影响下降。场外资金仍有一定入市意愿，但杠杆交易减少，市场分歧开始扩大。月末调整之后场外资金或将放慢入市脚步。估值角度看，前期消费股估值已经偏高，上行步伐放慢以及阶段性调整符合预期。而在经济继续上行的当前阶段，周期股估值仍有修复的可能性，并带动IH和IF有更佳表现。

一、基本面方向偏利好 关注边际增速

1、2月没有新的经济数据公布，3月统计局将会公布1、2月累计数据。从已经出台的高频数据来看，受到春节因素影响，当前经济产出端增速可能有所放慢，但需求端仍相对稳健。其中房地产在上游销售较强的状况下仍有望保持韧性，基建投资回归中性。制造业投资将跟随外需增长。外需则重点关注海外经济复苏带来的利空和利多双重影响孰强孰弱。而春节前后消费需求可能将会随着服务消费而出现回升。我们认为，主动加库存周期阶段暂时不变，投资时钟上看仍在繁荣期。需要继续关注节后经济数据的边际变化。预计一季度GDP增速将会跳升。随后增速将逐步回落，至四季度恢复至6%左右增速的正常情景。中性情况下，预计2021年实际GDP增速在8%至8.5%左右；乐观情况下，全年GDP增速可能达到9.5%左右。预计全年股指期现货价格重心将会高于去年。

图 28 不同当季 GDP 假设情况下全年 GDP 增速

	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP 同比增速	20.00%	8.00%	7.00%	6.00%	9.58%
	18.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.69%
	16.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.28%
	14.00%	8.00%	7.00%	6.00%	8.37%
	12.00%	8.00%	7.00%	6.00%	7.97%
	10.00%	7.00%	6.00%	6.00%	7.05%

数据来源：Wind、方正中期研究院

（一）产出端受春节影响出现季节性回落

1月制造业PMI进一步回落，供需等主要分项也继续走弱，国内疫情的零星爆发，以及春节等短期因素扰动也均有影响。但主动加库存确实放慢，甚至有转向被动加库存的迹象，如果春节后供、需、价格指标回升有限，则可确定周期转向被动加库存。需要注意的是，长需求周期仍处于上升阶段，因此即使周期转向也不必过于悲观。此外，仍需关注海外疫情状况，近期美欧疫情已经开始出现缓和迹象。一旦疫情持续缓解，海外产能恢复，出口尤其是来进料加工将受到不利影响。而由于受到春节影响，1、2月的其他产出端高频数据多有一定回落。情况表明，即使排除春节因素影响，今年以来经济上行斜率确实也有所放慢，但目前来看主要集中在上游行业，中游加工制造等面向海外出口的行业仍有一定表现。后期继续重点关注统计局公

布的更全面的经济数据。

（二） 消费需求和外需短期仍带动总需求

需求上看，春节假期期间消费市场火爆，如电影等行业在受疫情影响而上座率受限的情况下，多部影片单日票房突破历史记录，显示出服务消费复苏的巨大潜力。消费增长继续加快复苏的步伐，也有利于弥补投资需求缺失的部分。我们认为，受到逆周期调节必要性下降、无风险收益率上行、地方债发行放慢等因素影响，基建投资增速今年较大概率难以出现进一步增长，未来更可能呈现中性态势。房地产投资方面，从目前已经公布的高频数据看，房地产下游销售非常火爆，各线城市住房销售均处于历史高位，这表明房地产商在资金能够回笼的情况下，暂时能够保持投资稳健，未来仍需持续关注下游销售情况。制造业投资跟随外需，更可能有较好表现。这一趋势至少持续至年中前后。需求偏强的态势仍有利于市场上行。

图 29 电影票房刷新高位

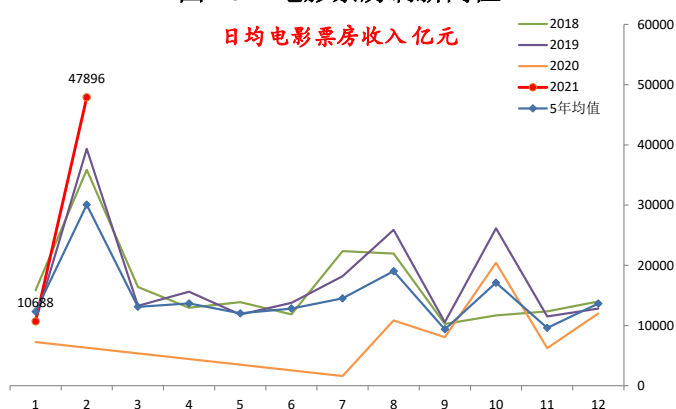


图 30 观影人数刷新高位

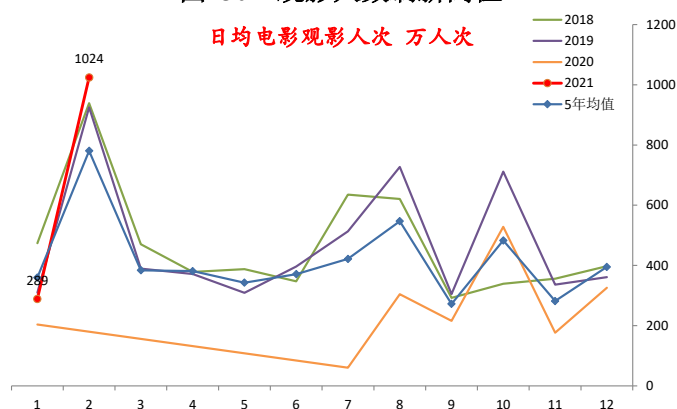


图 31 10 城商品房成交面积

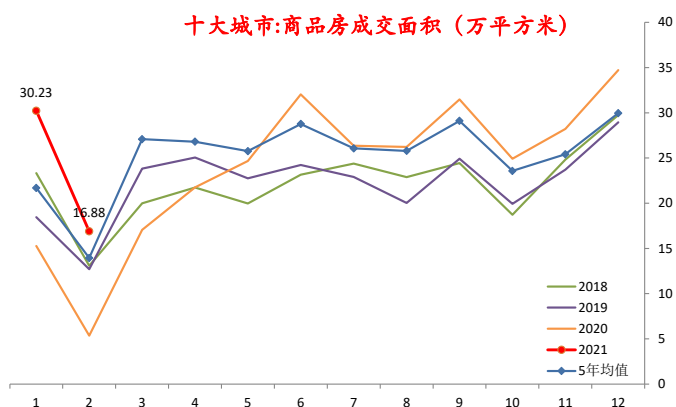
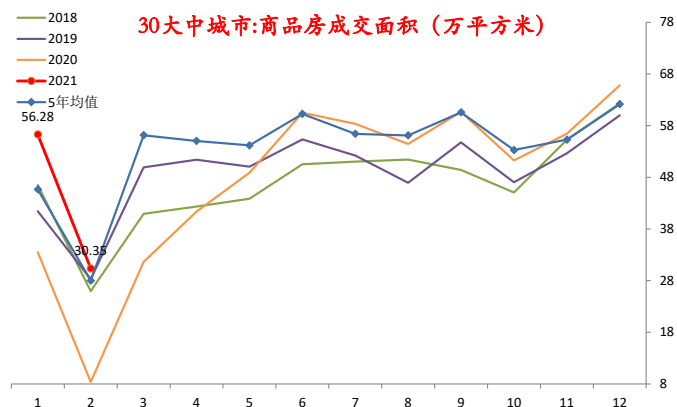


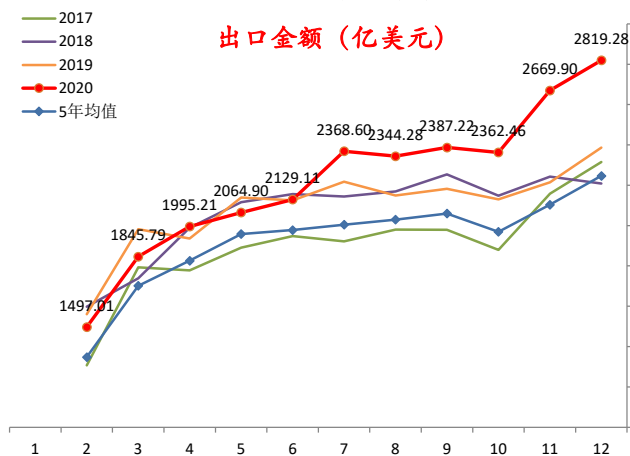
图 32 30 城商品房成交面积



前期外贸数据持续超预期，出口保持非常强势状态。其主要原因是海外经济体受疫情影响的产能未恢复，海外向国内寻求产能和订单替代持续推升出口。而随着天气转暖和疫苗接种，海外疫情持续好转，全球经济加速复苏，后期对国内出口可能有不利影响。但是全球经济复苏后贸易趋于活跃，则有利于外贸出口。上述两个逻辑的影响强度值得关注。此外，人民币持续升值，以及春节前出口强、进口弱，春节后进口强、出口弱，的季节性特征，也将影响短期出口增速。从已经公布的高频数据看，2月出口相关运价指数环比增

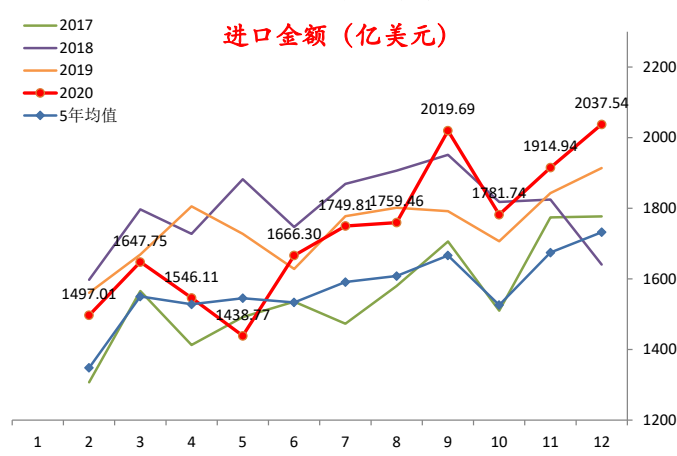
速均有明显回落，但仍维持正增长，进口运价增速环比则出现负增长。我们认为，2月出口金额将出现季节性回落，但同比增速仍能维持一定增长。

图 33 出口金额的季节性表现



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 34 进口金额的季节性表现

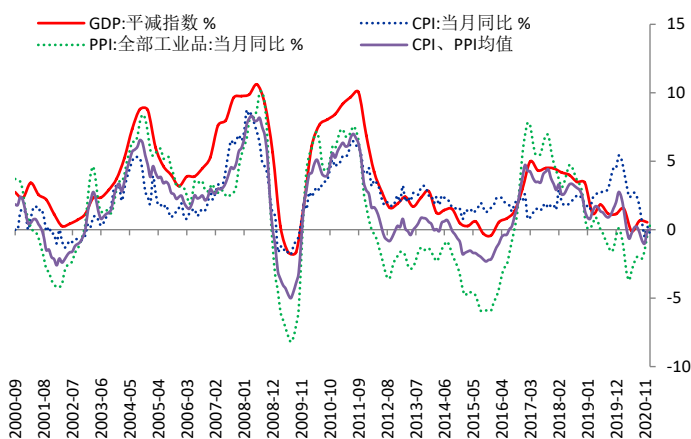


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）通胀预计将会继续回升

1月CPI和PPI缺口降至负值区间，二者均值则回升至0，预计一季度GDP平减指数将出现回升。PPI同比增速上半年仍将继续回升，下半年维持高位或小幅回落。CPI短期持稳之后也将逐步上升。房地产韧性、服务消费改善、外需带动制造业等因素都有利于经济维持上行。结合产出和价格来看，经济周期位于主动加库存阶段，但已接近末端，春节后需关注是否有转向信号。而当前通胀仍位于舒适区间，货币政策暂不受此扰动。预计价格的持续回升将对企业收入和利润带来积极影响，对市场有间接利好作用。

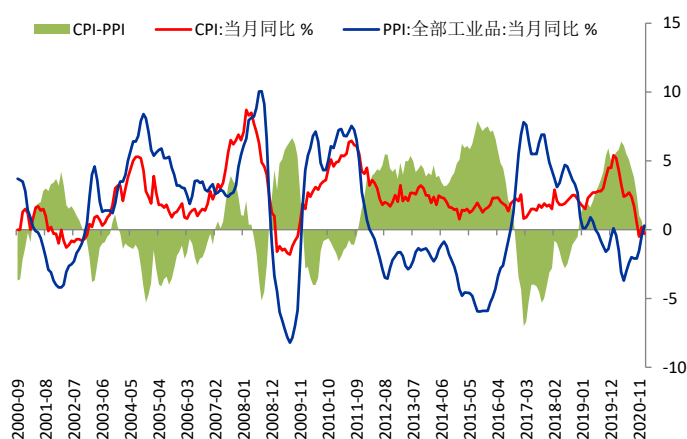
图 35 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

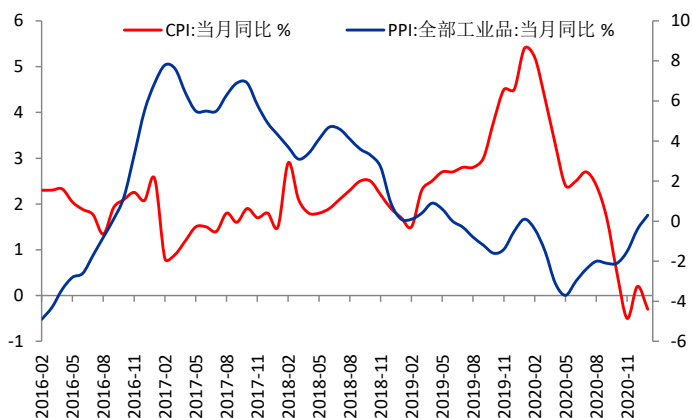
图 37 CPI 与核心 CPI 变动趋势

图 36 CPI、PPI 以及二者差异的变动

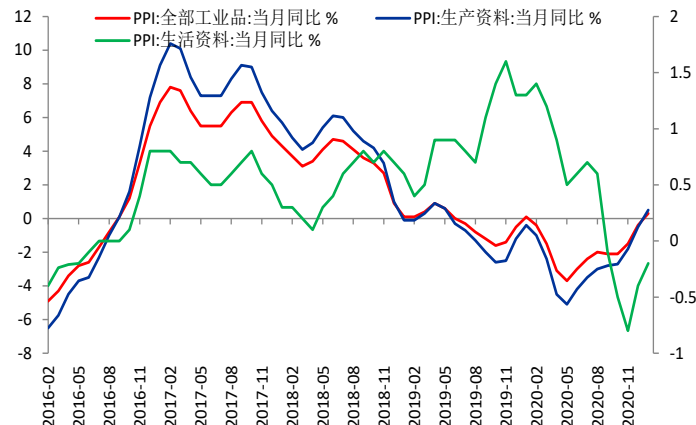


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 38 PPI 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

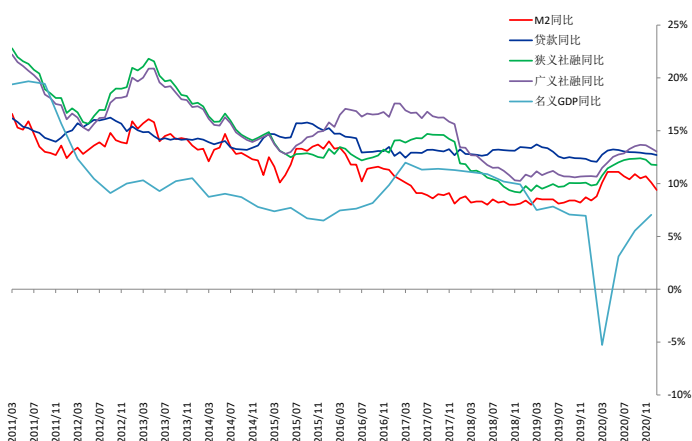


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、货币政策继续观望 资金博弈继续

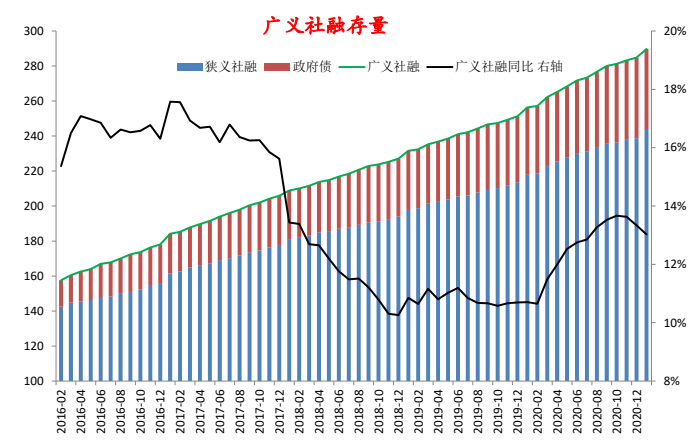
1月金融数据受到春节影响较大，表内贷款依然较强，并带动社融总体走升。信用收紧的趋势不变，后期需继续关注2月数据情况。紧信用的情况下，经济受资金面压力的风险不低。无风险利率也继续上升，与货币信贷增速差趋势开始背离，暂时没有大幅回落的可能。我们认为，目前货币政策已经进入观望期，上半年降低MLF利率以及LPR可能性几乎为零，降准可能性也极低。经济持续位于复苏轨道中，货币政策仍将会维持稳健中性，以防控信用风险和边际上稳定流动性为主，难以支持信用重新扩张。此外，可关注两会期间的财政政策，但预计较去年将有明显回落。政策对市场仍无明显利好，至多算是中性影响。并且有阶段性紧缩带来的利空。

图 39 M2、贷款和社融增速



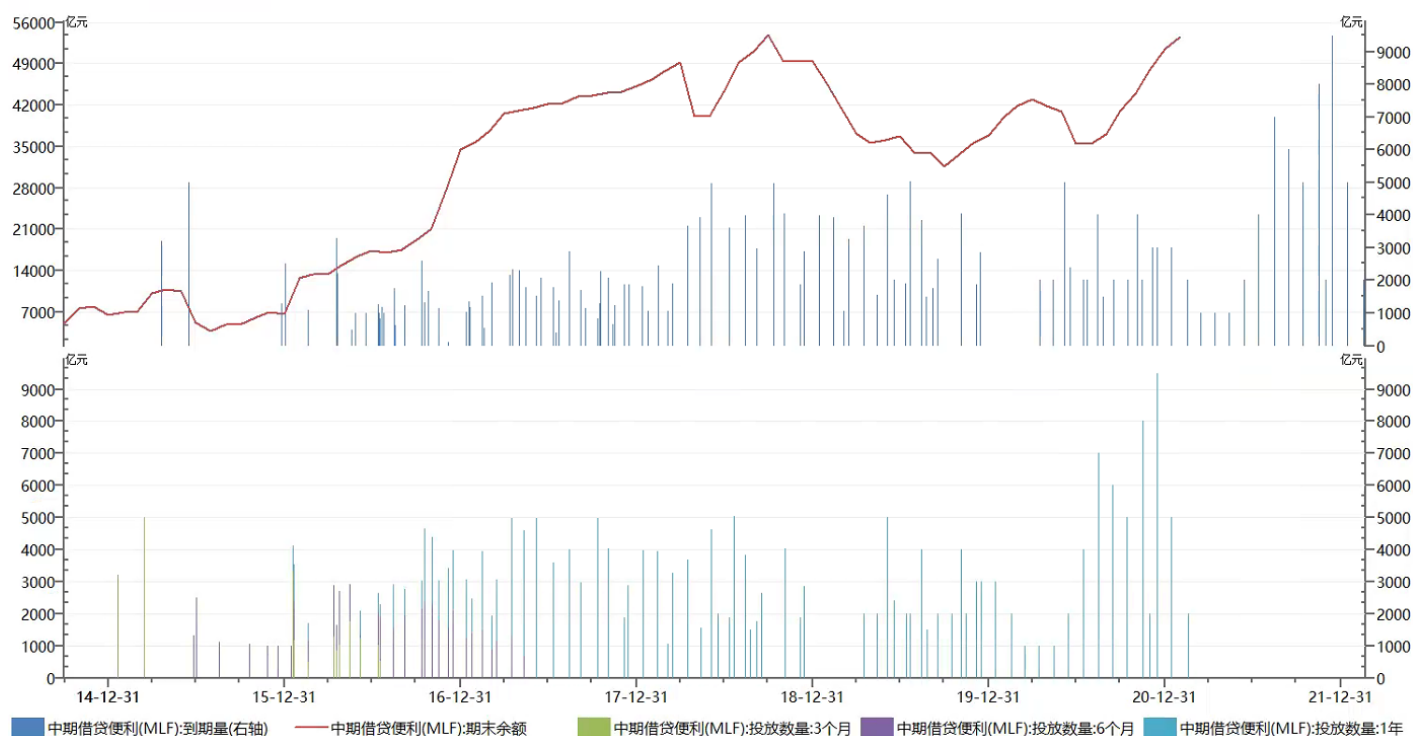
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 40 广义社融情况



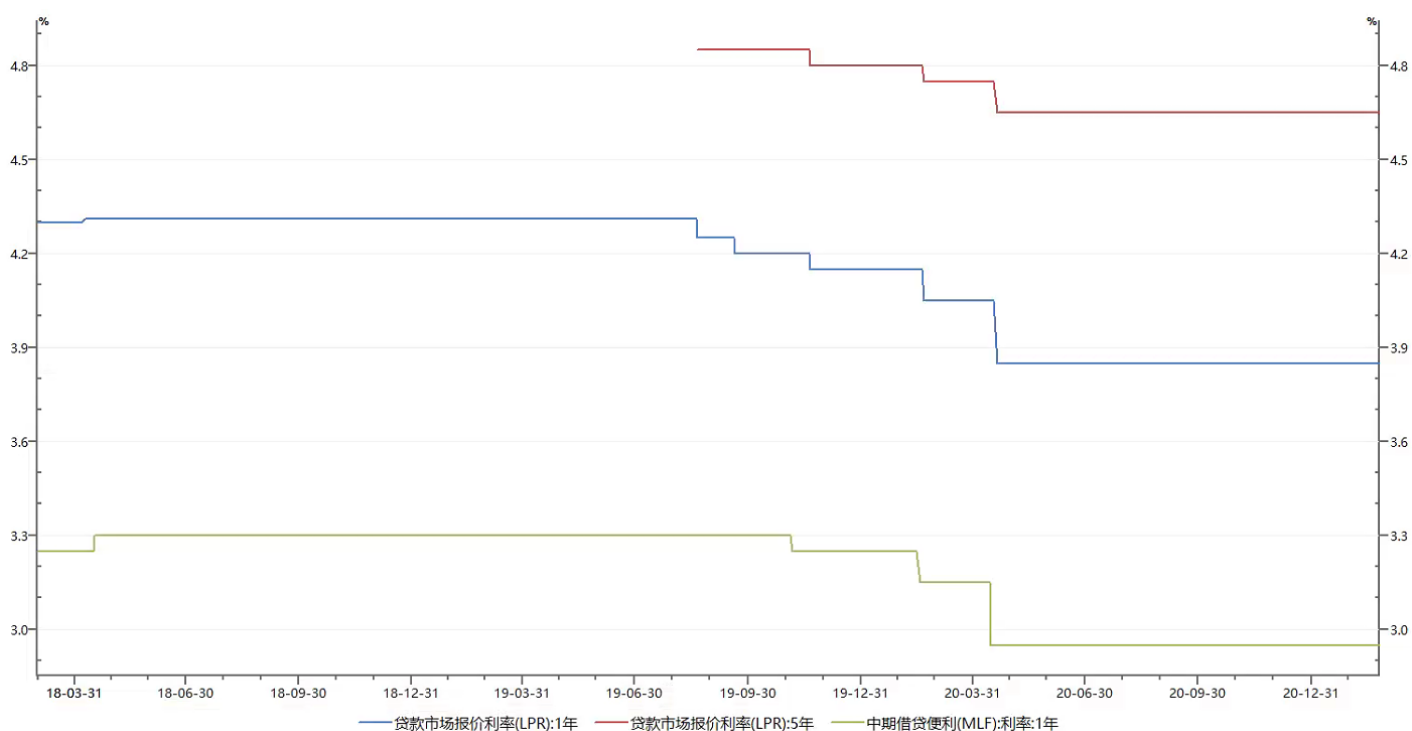
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 41 MLF 到期、存量与操作情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 42 MLF 和 LPR 利率变动情况

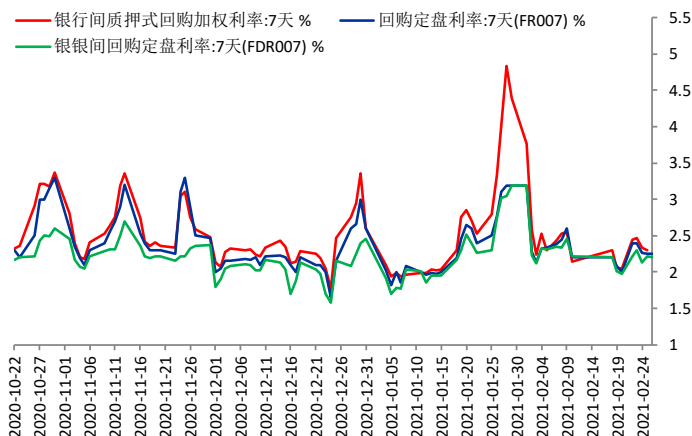


数据来源：Wind、方正中期研究院

三、宏观资金边际好转 关注场外资金入场步伐

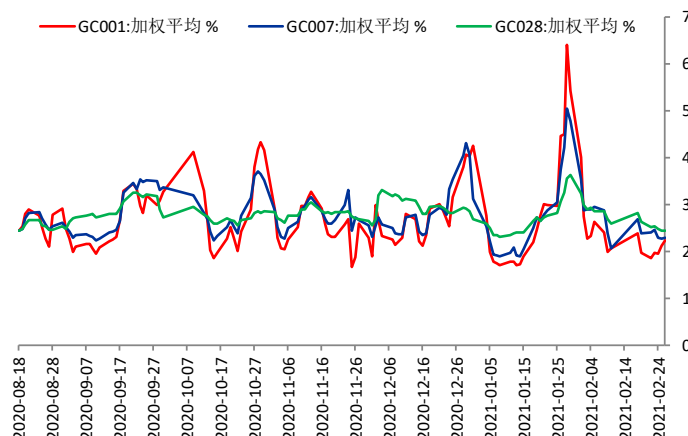
宏观资金面上看，1月和2月整体资金利率中枢有所下移，2月7天银行间质押式回购加权利率月均值下降至2.44%，上交所7天质押式逆回购月均值下降至2.62%。但是在部分时间段如1月末等，短线利率明显上升，并且对市场的运行产生一定干扰。但春节前后资金面较为平稳，其期指反而未受影响。从场外新入市资金角度看，2月成立的偏股型公募基金份额为2455.89亿份，较1月的4500.2亿份有所回落，但从历史上看仍在较高水平，且是在春节期间连续7天无交易的情况下实现，显示资金入场偏积极。而市场调整后，不排除资金撤离情况，警惕基金立场带来的第二轮回落。Wind资金流向数据显示，上证50、沪深300、中证500指数资金2月分别流出10.85亿元、374.21亿元和488.28亿元。陆股通资金2月全月净买入468.57亿元，增幅较1月上升。场内杠杆方面看，2月融资买入和融券卖出金额较前期均有显著下降。且融资买入额下降的同时，融券卖出额有所增加，表明市场看空的情绪略有放大。融资融券成交占市场比例分别下降至9.4%和0.48%。两融交易占市场成交总体比例小幅下降至9.87%，场内加杠杆的意愿下降。总体上看，资金收紧、利率抬升情况2月开始缓解，对期指利空影响下降。场外资金仍有一定入市意愿，但杠杆交易减少，市场分歧开始扩大。月末调整之后场外资金或将放慢入市脚步。

图 43 银行间资金市场情况



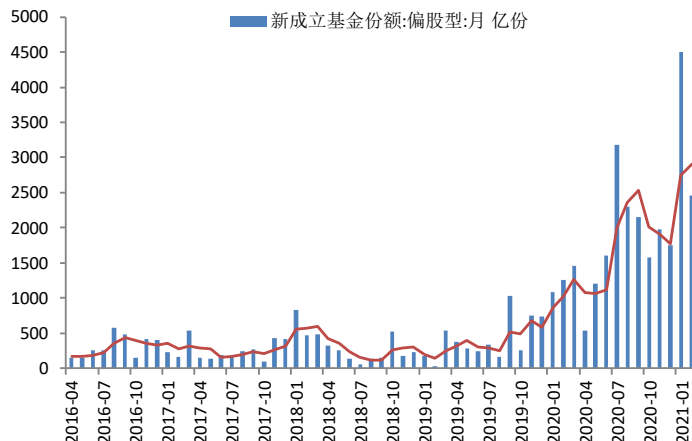
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 44 交易所资金市场情况



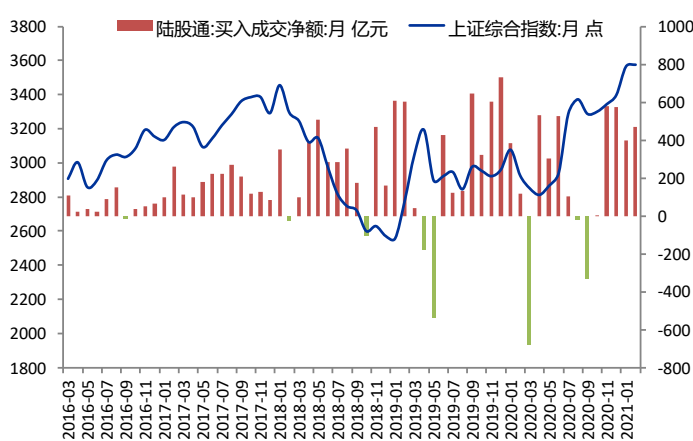
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 45 公募基金成立情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

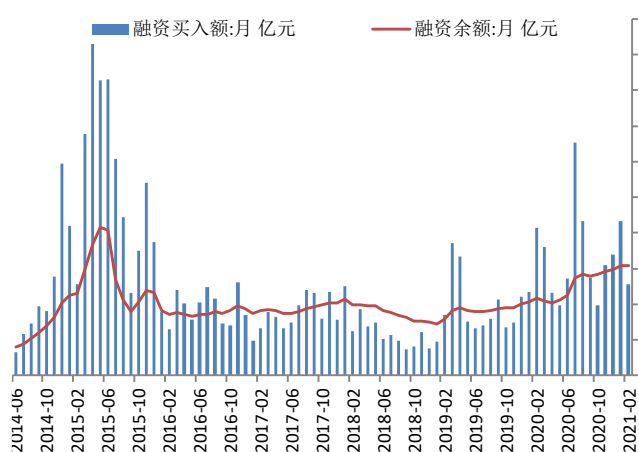
图 46 陆股通资金流入



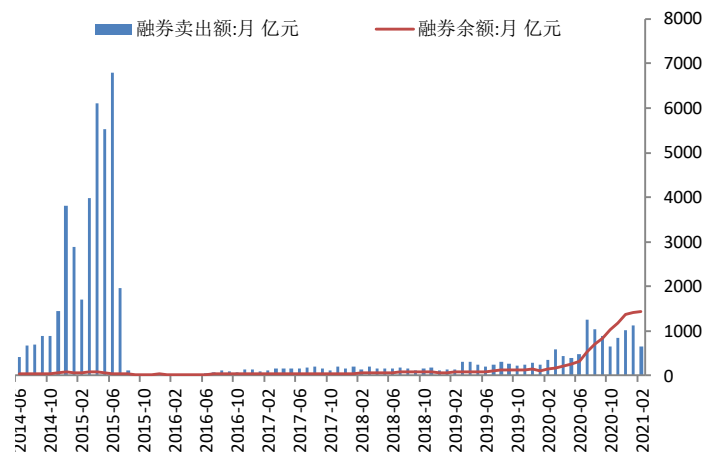
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 47 融资买入

图 48 融券卖出

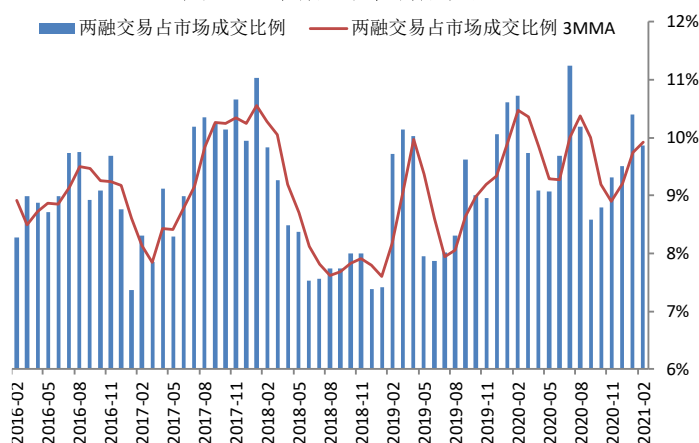


数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 49 两融与市场成交之比

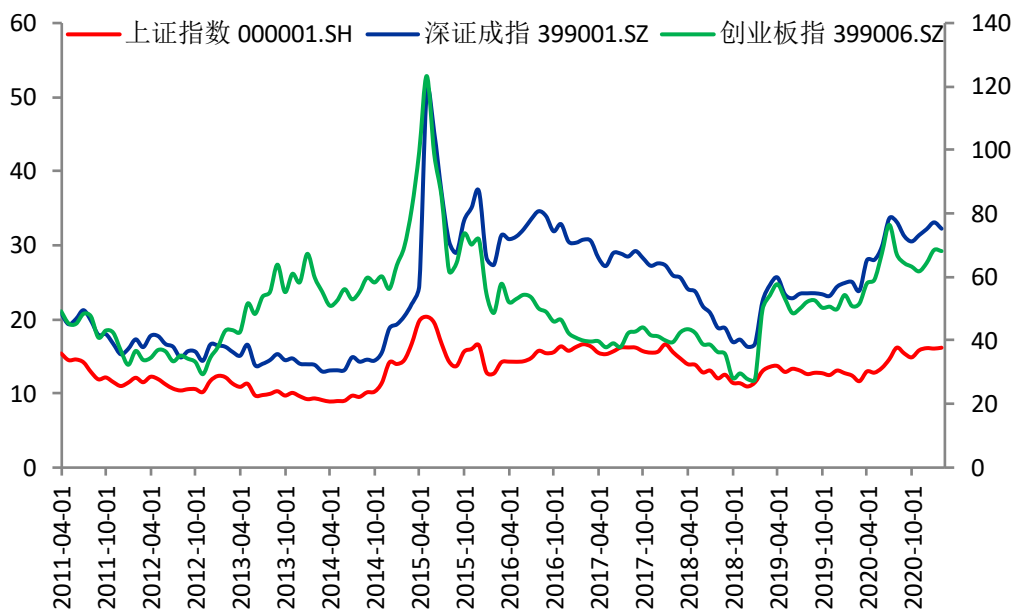


数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 估值中枢放慢上行 消费行业明显回落

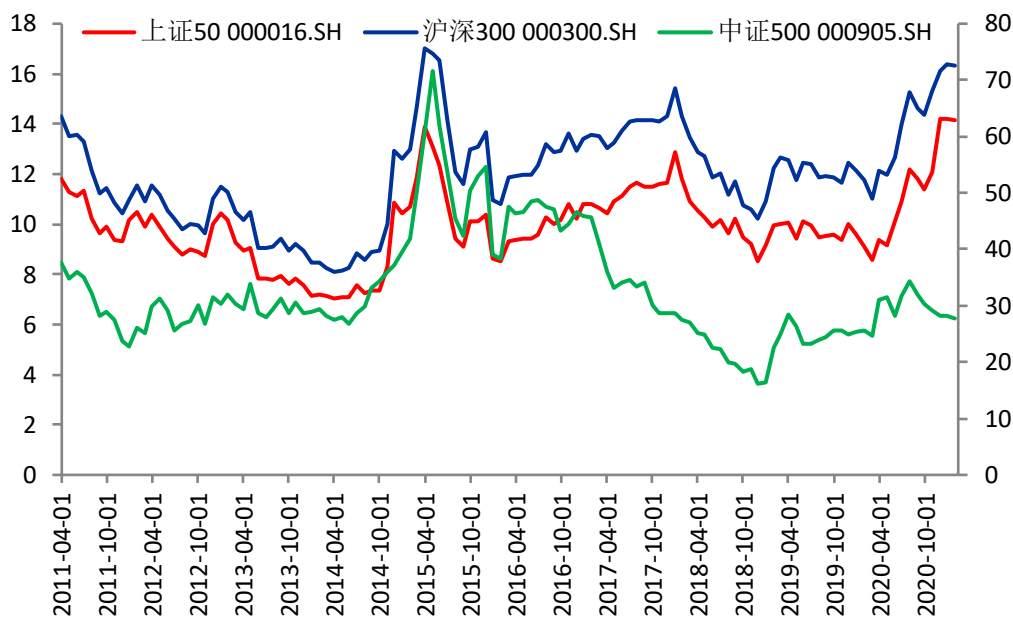
从估值水平角度看，市场放慢上行以及出现明显调整，导致估值也从高位小幅回落。截至 2 月 26 日，上证 50、沪深 300、中证 500 指数滚动市盈率分别小幅下降至 14.1727 倍、16.3100 倍、27.7617 倍。纵向来看，上证 50 指数当前估值水平已经突破 2015 年 4 月的历史高值，沪深 300 也接近当时最高水平。而中证 500 指数与当时高点仍有较大距离。在 2 月后期的调整中，中证 500 指数估值下行的速度也相对更快，这表明已经延续一段时间的周期股和非周期股的分化态势仍没有明显扭转。从申万一级行业情况来看，虽然医药食品等前期基金抱团股近期出现明显的下跌，但是其估值水平仍然处于历史高位，而休闲服务和交通运输在近期消费受到服务消费带动而回升的情况下，估值水平明显走高。家电、汽车等大宗消费，以及银行等周期行业也处于高位。房地产在 2 月末反弹明显，但估值仍处于较低水平。事实上地产、基建、原材料等行业仍处于历史低位。总体上看，前期消费股估值已经偏高，上行步伐放慢以及阶段性调整符合预期。我们认为，在经济继续上行的当前阶段，周期股估值仍有修复的可能性，并带动 IH 和 IF 有更佳表现。更长周期看，成长股也值得关注，但短期内风险偏好的变动可能有不利影响。

图 50 主要市场指数滚动市盈率，绿线位于右轴



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 51 三大股指期货合约标的的现货指数滚动市盈率，绿线位于右轴



数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 行情研判和未来展望

我们认为，短期市场连续下探至后，有一定的企稳需求，关注 K 线上行轨道 3480 点附近的支撑，短线反弹的可能性正在上升。反之如果跌穿该位置，则下行至 3200 点强支撑位寻求支撑的可能性大增。上方压力则仍位于 3731 点的阶段性高位附近。同时我们暂时仍认为中长期走势为震荡上行。基于未来中长期市场仍将震荡上行的判断，我们认为单边策略上继续做多为主的思路，在指数已经跌至关键支撑为的情况下，一

有企稳迹象可积极做多。现货层面仍以此前的在周期股和消费股之间转换操作为主，科技股则坚定长期持有信心。暂时调低总仓位区间至 50%至 70%。期货做多操作中，重点尝试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。IH/IC 价差仍在上行趋势中，且波动开始放大，可更加灵活的采用做多 IH 做空 IC 博取跨品种套利的交易性机会。

一、针对上证综指的市场总体技术分析

我们以上证综指来代表市场总体涨跌的水平。目前该指数位于 2008 年之后开始出现的大三角形整理之中。压力线由 2007 年 10 月的 6124 点和 2015 年 6 月的 5178.19 点连成；支撑线由 2015 年 6 月的 998 点和 2013 年 6 月的 1849 点连成。在 2019 年初前后，沪指触及该支撑线的 2440 点位置附近之后即出现明显反弹，2020 年 3 月指数接近该位置也则再度确认支撑，符合技术分析的逻辑。目前大三角形整理所指示的长线压力下降至 4400 点附近，但指数迅速上行至该位置的可能性极低，震荡上行的走势更符合预期。同样逻辑下，极端情况指数回踩的支撑线上移 2700 点附近。

中短期来看，日 K 线和周 K 线均有明显的冲高回落态势。日线级别的技术指标上看。DIF 下穿 DEA，且 MACD 呈现绿柱放大的走势，下行趋势持续强化；KDJ 死叉后持续下行，J 指再度回落至负值区间，短线有超卖嫌疑；K 线下穿 BOLL 线中轨，且开口不断缩小，BOLL 线下轨可能有一定支撑；DMI 指标中趋势指标 ADX 和 ADXR 均表现极弱，且 PDI 和 MDI 已经持续震荡，短期没有明显趋势。我们认为，短期市场连续下探至后，有一定的企稳需求，关注 K 线上行轨道 3480 点附近的支撑，短线反弹的可能性正在上升。反之如果跌穿该位置，则下行至 3200 点强支撑位寻求支撑的可能性大增。上方压力则仍位于 3731 点的阶段性高位附近。同时我们暂时仍认为中长期走势为震荡上行。

图 52 上证指数位于 2008 年之后的大三角形整理中



数据来源：文华财经、方正中期研究院

二、上证 50、沪深 300 和中证 500 指数技术分析与操作建议

股指期货作为现货市场的映射，其主要指数的长期趋势可以参考现货指数，如上证综指的长期走势。中短期表现来看，沪深 300 指数震荡上涨在多次刷新阶段性高位后遇到一定阻力，5930 点高位基本位于上行趋势的压力之下，当前的 5340 点极为关键，若不能迅速反弹则可能继续下挫至 5200 点附近。上证 50 指数表现强于沪深 300 指数，从 4110 点压力位回落之后，距离 3700 点支撑仍有一定空间。中证 500 指数技术逻辑与前两者不同，支撑大致位于 6250 点附近。

基于未来中长期市场仍将震荡上行的判断，我们认为单边策略上继续做多为主的思路，在指数已经跌至关键支撑为的情况下，一有企稳迹象可积极做多。现货层面仍以此前的在周期股和消费股之间转换操作为主，科技股则坚定长期持有信心。暂时调低总仓位区间至 50%至 70%。期货做多操作中，重点尝试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。IH/IC 价差仍在上行趋势中，且波动开始放大，可更加灵活的采用做多 IH 做空 IC 博取跨品种套利的交易性机会。

图 53 沪深 300 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

图 54 上证 50 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

图 55 中证 500 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、 2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、 2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201

南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125 (1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。